

A szuverén vagyonalapok

BIEDERMANN ZSUZSÁNNÁ

A szuverén vagyonalapok állami tulajdonban lévő befektetési alapok, amelyek konkrét makroökonómiai célokat szem előtt tartva egy bizonyos ország elkülönített vagyonának kezelését végzik. Mivel egyre jelentősebb tőkeállománnyal rendelkeznek, tevékenységük, befektetési stratégiájuk iránt is megnőtt az érdeklődés. Bár a válság során nagyrészt stabilizáló befektetések voltak, korántsem homogén csoportról van szó. Létrehozásuk célját, működésük transzparenciáját, menedzsmentjük elszámoltathatóságát tekintve nagyban különböznek egymástól. Megítélésük ellentmondásossága protekcionizmushoz vezethet a befektetési célszágokban, recesszióhoz a világgazdaságban, ezért a jelenleg érvényben lévő, nem kötelező santiagói elvek pontosításra szorulnak.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E58, G15, G23, G28.

A szuverén vagyonalap elnevezést elsőként Andrew Rozanov használta 2005-ös „Ki birtokolja a nemzetek vagyonát?” című cikkében, a fogalom azóta általánosan elterjedtté vált. Ugyanakkor a szuverén vagyonalapok jelentősége is ugrásszerűen megnőtt a nemzetközi pénzügyi rendszerben az elmúlt években.

Nyugaton akkor figyeltek fel a szuverén vagyonalapok intenzívebbé váló szerepére, amikor 2006-ban a Dubai Ports World több amerikai kikötő tulajdonjogát is megszerezte. A nyugati sajtó eleinte ellenséges álláspontja a válság során megváltozott. Számos szuverén vagyonalap tőkeinjekciója „végső mentsvár” volt, és eltolta a világgazdasági erőviszonyokat a fejlődő világ felé (Barbari–Bortolotti, 2012).

A Közel-Kelet olaj- és gázexportőr országai vagy az Ázsiában alacsony munkaerőköltséggel nyugati piacra termelő országok jelentős felesleget halmoztak fel. Ezt a többletet gyakran a hazai inflációs problémák elkerülése, a tartalékok diverzifikálása vagy a jövő generációinak érdekében külföldön fektetik be az államok. Tehát hatalmas befektetési lehetőségeket kereső tőkeállomány van állami kezekben. Az állami befektetések nagy része Kínából, a Közel-Keletről vagy Ázsiából származik (OECD, 2011). A huszonegyedik század nemzetközi pénzügyi rendszerének meghatározó aktorai az államok szerepének ismételt megerősödését jelzik.

A szuverén vagyonalapok legitimitásáról és speciális jellegéről rengeteg írás jelent meg a 2011-es líbiai események kapcsán, amikor a Libyan Investment Authority eszközeit zárolták.

Biedermann Zsuzsánna, az MTA KRTK Világgazdasági Intézetének tudományos munkatársa. E-mail cím: biedermann.zsuzsanna@krtk.mta.hu

A szuverén alapok szándékai, eszközállományuk felhasználása, felépítésük, kormányzásuk, hatásuk és teljesítményük ismét az érdeklődés középpontjába került (*Behrendt, 2011*).

Cikkünkben áttekintjük a szuverén vagyonalapok korántsem egyértelmű meghatározását, kialakulásának történetét, eszközállományuk forrását és létrehozásuk célját. Igyekszünk választ adni arra a kérdésre, hogy a szuverén vagyonalapok működésével kapcsolatos félelmek megalapozottak-e, főleg a válság során tanúsított befektetési magatartásuk alapján. A válság nemcsak a szuverén vagyonalapokkal kapcsolatos percepciókat változtatta meg, hanem az alapok is újragondolták befektetési stratégiájukat. Az utolsó részben ezen átalakulást vesszük górcső alá.

A fogalom értelmezése

A szuverén vagyonalapoknak nincs általánosan elfogadott definíciójuk, működtetésükkel kapcsolatban azonban kiemelhetők bizonyos általános jellemzők.

Eredetileg a szuverén vagyonalapokat olyan eszközállományként definiálták, amelyek nem a hagyományos nyugdíjalapok körébe tartoznak, és nem egyeznek meg az ország tartalékállományával sem. Ez a definíció azonban nem szól arról, hogy a vagyonalap forrásai honnan származnak, illetve milyen célúak befektetései, tevékenysége: a meghatározás kiegészítésre szorul (*Rozanov, 2011*).

Az IMF először 2007-ben a Global Financial Stability Reportban tett kísérletet a fogalom meghatározására: „A szuverén vagyonalapok általában speciális befektetési alapok, amelyeket az állam hozott létre vagy tulajdonol és külföldi eszközök fölött rendelkeznek, hosszú távú célokat szem előtt tartva” (IMF, 2007, 45.o.). Ezzel a meghatározással az a probléma, hogy vannak olyan vagyonalapok, amelyek inkább vagy kizárólag a hazai piacokon fektetnek be (például első húsz évében a szingapúri Temasek Holdings, a Khazanah Nasional Berhad Malajziában, a State Capital Investment Corporation Vietnamban, a Samruk-Kazyna National Wealth Fund Kazahsztánban, a Mumtalakat Holding Company Bahreinben, a Mubadala Development Company Abu Dhabiban, az Oman Investment Fund Ománban), így a fenti definíciónak nem felelnek meg.

Az IMF még a válság előtt alapított egy, a szuverén vagyonalapok tevékenységének szabályozásával foglalkozó munkacsoportot – International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) –, amelynek hosszabb definíciója igyekszik az eszközök forrását is tisztázni. „A szuverén vagyonalapok olyan meghatározott céllal létrehozott befektetési alapok vagy szervezetek, amelyeket a mindenkori kormány tulajdonol. Az állam által létrehozott alapok működését makroökonómiai célok határozzák meg, eszközöket tulajdonolnak, menedzselnek vagy igazgatnak a pénzügyi célok elérése érdekében. Befektetési stratégiájuk

része a külföldi pénzügyi befektetés. A szuverén vagyonalapok anyagi alapját a fizetési mérleg többlete, hivatalos valutatranszakciók, privatizációs bevételek, fiskális többlet és/vagy az áruexport adja” (IWG, 2008). Ez a definíció *Rozanov* szerint nem szerencsés, mert kimaradnak azok a vagyonalapok, amelyek csak a hazai piacokon fektetnek be, nem tartoznak körébe azok a központi bankok vagy monetáris hatóságok, amelyek fölös tartalékokkal rendelkeznek. Valószínű, hogy ezzel a „fölsleggel” a hatóságok előbb-utóbb szuverén (befektethető) vagyónként fognak számolni. Szintén kimaradnak a definíció hatálya alól a szuverén uralkodók tulajdonában lévő alapok, amelyek ugyan elvileg magánszemélyek tulajdonában állnak, bizonyos országokban azonban nem olyan éles a határvonal az uralkodó vagyona és a közvagyon között (*Rozanov*, 2011).

Kovács Enikő Ágnes szerint a szuverén vagyonalapok olyan állami tulajdonban lévő befektetési alapok, amelyek egy bizonyos ország elkülönített vagyonának kezelését végzik, konkrét makroökonómiai célokat szem előtt tartva (*Kovács*, 2010).

Katharina Pistor a szuverén alapok válságban betöltött szerepét vizsgálva arra jutott, hogy olyan kormányok által finanszírozott alapokról van szó, amelyek a fölös tartalékokat fektetik be bel- és külföldön (*Pistor*, 2009).

A Monitor Company Group úgy határozza meg a szuverén vagyonalapokat, mint 1. közvetlen állami tulajdonban lévő, 2. más állami pénzintézetektől elkülönítetten menedzselt befektetési alapok, amelyeknek 3. fő kötelezettsége nem a nyugdíjfizetéssel függ össze, 4. különböző pénzügyi eszközökbe fektet be a haszon reményében, 5. nyilvánossá tett befektetéseinek jelentős része külföldön történt. A Monitor Company Group az első feltétel kapcsán kivételt tesz az Egyesült Arab Emírátságok esetében, ahol minden emírátságnak van egy szuverén államhoz hasonló döntési joga, kizárja azonban az alaszakai vagy albertai alapokat, mert az amerikai szubnacionális szint döntési jogkörét az állami szintnél alacsonyabbnak tartja (*Barbari–Bortolotti*, 2011).

Az egyszerűség kedvéért a továbbiakban (hacsak külön nem jelezzük) *Rozanov* kifogásai ellenére ebben a tanulmányban a szuverén vagyonalap, illetve szuverén alap kifejezések alatt a santiagói elveknek (a szuverén vagyonalapokkal foglalkozó munkacsoport) megfelelő entitásokat értjük.

A szuverén vagyonalapok tőkevagyonának anyagi fedezete, tipizálás

Általában azok az országok rendelkeznek szuverén vagyonalappal/alapokkal, amelyeknek nyersanyag- és feldolgozóipari exportjuk révén több éve folyó fizetésimérleg-többletük van és külföldi eszközállományuk meghaladja az „optimális tartalékszintet”. Ugyanis minden ország rendelkezik hivatalos tartalékokkal, amelyek fontos szerepet játszhatnak a kormány

gazdaságpolitikájában: devizapiaci intervenció segítségével befolyásolható a hazai valuta árfolyama, sokkok idején a gazdaság szereplőit külföldi pénzhez lehet juttatni. A megfelelő mennyiségű tartalék azt is jelzi a pénzügyi piacok felé, hogy az ország ki tudja egyenlíteni a külfölddel szembeni fizetési kötelezettségeit. Az átmeneti fizetésimérleg-deficit is finanszírozható a jegybanki tartalékkal, valamint természeti katasztrófák, vészhelyzet esetére is biztosíthatja a tartalék a szükséges „puffert” (Dani–Tőrös, 2011).

A szuverén vagyonalapok csoportosítása a szakirodalomban több szempont szerint történik, az egyik például a tőke forrása. Vannak nyersanyag- (commodity), illetve nem nyersanyag- (non-commodity) alapú szuverén alapok (Beck–Fidora, 2008). Nyersanyagexportból származik a szuverén alapok tőkevagyonának 58 százaléka. A nyersanyag általában kőolaj vagy földgáz, de például Botswana ásványkincsekből, Kiribati foszfátból, Chile pedig vörösrézéből származó exportbevételeiből alapította szuverén vagyonalapját. Nem nyersanyagalapú, azaz hivatalos külföldi valutatartalékból, a kormányzati költségvetésből, nyugdíjtartalékból vagy privatizációs jövedelemből származik a szuverén vagyonalapok eszközállományának 42 százaléka. A nem nyersanyagalapú csoport eszközállományának aránya az elmúlt években növekedett és várhatóan továbbra is emelkedni fog. (2002-ben még 23 százalék volt a nem nyersanyagalapú, 77 százalék a nyersanyagalapú szuverén alapok aránya) (The CityUK, 2013).

Az optimális tartalékszint meghatározására számtalan módszer áll rendelkezésre, bizonyos országokban azonban bármelyik számítást is vesszük alapul, az elfogadott és szükséges referenciaértéket a rendelkezésre álló tartalékok mennyisége jelentősen meghaladja. Jellemzően ezek az (általában nyersanyag- és feldolgozóipari exportjuk révén meggazdagodó) országok alapítanak szuverén vagyonalapokat, hogy többletforrásaikat különböző célokból befektessék.

A szuverén vagyonalapok befektetéseinek célja lehet többek között a kormányzati bevételek volatilitásának kiküszöbölése (a költségvetés függetlenítése például a nyersanyagárak világpiaci ingadozásától), a jövő generációi számára a jólét biztosítása, az optimális tartalékszinten felüli tartalékok hozamának növelése (esetleges kockázatosabb befektetésekkel), technológiatranszfer, know-how szerzése célzott külföldi befektetésekkel. Ezen kívül léteznek rendkívüli nyugdíjtartalék-alapok, amelyek a kormány előre nem látható nyugdíjfizetési kötelezettségeinek teljesítése céljából investálnak (IMF, 2008).

A szuverén vagyonalapok közvetlen tőkebefektetésének mértéke 2012-ben lecsökkent 57 milliárd dollárra (ez hat év óta a legalacsonyabb érték), de az év végére kezdett visszatérni a

befektetési dinamizmus. Három évvel korábban, befektetési aktivitásuk eddigi csúcán 46 százalékkal magasabb volt ez az érték (The CityUK, 2013).

2005 óta a szuverén vagyonalapok befektetéseinek mintegy harmada a pénzügyi szektorba vándorolt, de jelentős összegeket investáltak az energiaszektorba és különféle infrastrukturális projektekbe is. 2012-ben jelentős növekedésnek indult a fogyasztási cikkekbe, információs technológiába és ingatlanba áramló szuverén befektetések mértéke. A célországok közül 2005 óta az Amerikai Egyesült Államok vezeti a listát (ide áramlik a szuverén befektetések mintegy ötöde), de jelentős összegek érkeznek Nagy-Britanniába, Kínába, Svájcba, Németországba és Katarba is. A fejlődő országokba egyre több befektetés irányult az elmúlt években, ez a tendencia valószínűleg erősödni fog a továbbiakban (The CityUK, 2013).

Az 1. táblázat a legjelentősebb szuverén vagyonalapokat rangsorolja eszközállományuk nagysága alapján.

1. táblázat

A legjelentősebb szuverén vagyonalapok rangsora

Ország	Szuverén vagyonalap neve	Eszközállomány (milliárd USD)	Alapítás éve
Norvégia	Government Pension Fund Global	737,2	1990
EAE–Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	627	1976
Kína	SAFE Investment Company	567,9 (becslés a rendelkezésre álló közvetett adatok alapján)	1997
Szaúd-Arábia	SAMA Foreign Holdings	532,8	n. a.
Kína	China Investment Corporation	482	2007
Kuvait	Kuwait Investment Authority	342	1953
Kína–Hongkong	Hong Kong Monetary Authority		
	Investment Portfolio	326,7	1993
	Government of Singapore		
Szingapúr	Investment Corporation	247,5	1981
		175,5 (az Olaj Stabilizációs Alappal együtt)	
Oroszország	National Welfare Fund		2008
Szingapúr	Temasek Holdings	173,3	1974

Kína	National Social Security Fund	160,6	2000
Katar	Qatar Investment Authority	115	2005

Forrás: Sovereign Wealth Fund Institute, 2013. július.

Kialakulásuk története, világgazdaságban betöltött szerepük

Az első szuverén vagyonalapokat az ötvenes években alapították. A szuverén alapok ma is létező elődjének (tevékenysége alapján a szervezet megfelel az IMF-féle szuverén vagyonalap definíciójának) tekinthető a kaliforniai nyugdíjakat kezelő, Kalifornia állam alapította California Public Employees Retirement System (CalPERS). A harmincas évekig visszanyúló történetének felvázolása érdekes lehet abból a szempontból, hogy a jelenleg működő vagyonalapok viselkedésére nézve következtetéseket vonhatunk le.

A CalPERS-t 1932-ben, a nagy gazdasági világválság idején alapították, a kaliforniai nyugdíj-megtakarítások befektetésére, kezelésére. Eleinte csak kötvényekkel foglalkozhatott, de 1953-ban bővíthette a befektetéseit ingatlanokkal, majd 1967-ben részvényekkel és 1984-től külföldi befektetésekkel. Viszonylag hosszú története során a politikusok időről időre igyekeztek saját céljaikra felhasználni a CalPERS készleteit, illetve többször felmerült a privatizálás lehetősége is. (Wharton Leadership Center, 2010). Ugyanakkor a CalPERS arról is „híres”, hogy igyekszik saját politikai elképzeléseit keresztülvinni azoknál a vállalatoknál, amelyekbe befektet (Winder, 2010). Ez utóbbi tendencia már a szuverén vagyonalapok intenzívebb világgazdasági szerepével kapcsolatban felmerülő aggodalmak témakörébe tartozik, amelyről a későbbiekben részletesen is lesz szó.

Napjaink szuverén vagyonalapjai szempontjából a CalPERS esete rámutat egyrészt arra a problémára, hogy az aktuális politikai vezetés hajlamos saját céljai elérése érdekében befolyásolni az ország szuverén alapjának vagy alapjainak befektetési tevékenységét, másrészt arra, hogy az alapok tevékenysége fokozatosan, de dinamikusan bővül.

A legrégebbi, „klasszikus értelemben vett” szuverén vagyonalapot, a kuvaiti alapot (Kuwait Investment Authority) azért hozták létre 1953-ban, hogy az olajból származó bevételeket befektesse és csökkentse Kuvait olajbevételektől való függését. Kuvaitot nem sokkal később Kiribati követte, amely 1956-ban döntött úgy, hogy a guanóból származó bevételeit befekteti, a jövő generációi jólétének biztosítása érdekében szuverén vagyonalapot hoz létre (Wharton Leadership Center, 2010).

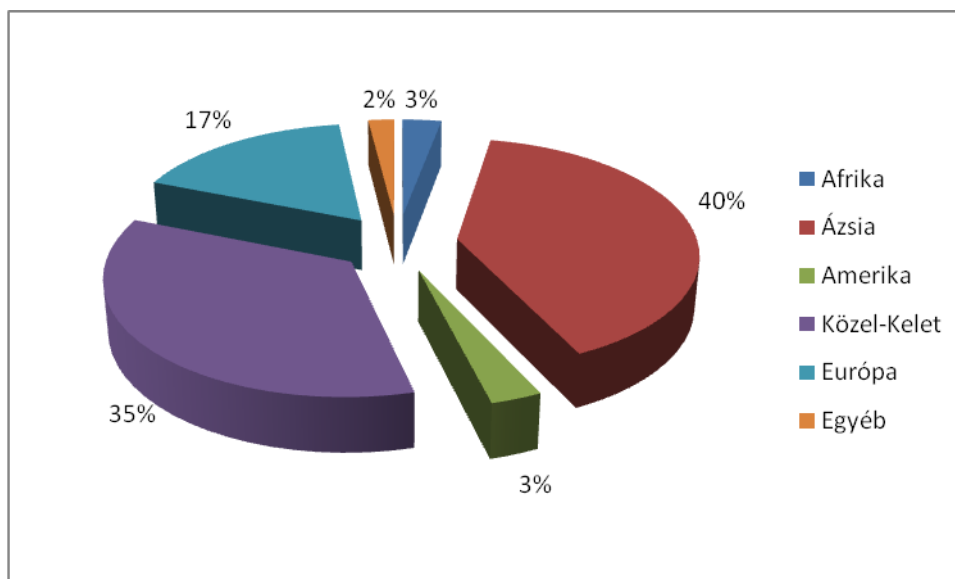
Az alapítás második nagy hulláma a hetvenes évekre tehető, és az olajárrobbanásokhoz kapcsolódik. Ekkoriban alapították többek között az Abu Dhabi Investment Authorityt, valamint a szingapúri Temasek Holdingsot (De Bellis, 2011). De a kanadai Alberta’s Heritage

Found is 1976-os születésű, vagy említhetnénk az 1980-ban alapított ománi State General Reserve Fundot (amelynek alapját nemcsak az olaj-, hanem a földgázjövedelmek is adták).

A legjelentősebb szuverén vagyonalapok alapítási hulláma még napjainkban is tart: a létező vagyonalapok nagy részét az elmúlt tíz évben alapították. 2007 és 2009 között például vagyonalapot hozott létre Kína, Chile, Kazahsztán, Franciaország, Oroszország, Szaúd-Arábia és Brazília is, 2011-ben Olaszország, Mongólia, Nigéria, Ghána és Pápua Új-Guinea. 2012-ben pedig Kazahsztán (egy újabb alapot), Angola, Ausztrália, és Panama. Olyan országok is rendelkeznek ma már alapokkal, mint Dél-Korea, Venezuela, Irán vagy Algéria (SWF Institute, 2013).

1. ábra

A szuverén vagyonalapok földrajzi eloszlása



Tehát mind földrajzilag, mind gazdaságilag sokkal szélesebb skálán mozognak (lásd az 1. ábrát), mint a korábbi alapítási hullámok alapjai. Sok esetben nem is afféle „gazdasági túlfűtöttség” levezetéséről van szó, mint az ötvenes vagy hetvenes években (Balin, 2009).

A szuverén vagyonalapokkal foglalkozó intézet statisztikáit alapul véve ma összesen 73 alap működik. Ezek mind méretükben, mind számukat tekintve olyan tőkeerőt képviselnek, amelyet a nemzetközi pénzügyi rendszer nem hagyhat figyelmen kívül.

Kezdetben a szuverén vagyonalapok meglehetősen szerény szereplői voltak a globális pénzpiacoknak, azonban az eszközállományuk az ezredforduló után – egyrészt az égbe szökő olajárak, másrészt a délkelet-ázsiai országok olcsó munkaerőre építő exportvezérelt gyarapodásának köszönhetően – jelentősen megemelkedett.

A többletjövedelmeket nem feltétlenül célszerű a gazdaságba pumpálni, mert zavarokhoz vezethetnek (infláció, nem exporttal foglalkozó ágazatok romló versenyképessége stb.). A váratlanul felfedezett és likviditásra váltható természeti erőforrás ún. „holland kórhoz” vezethet: az árfolyam-felértékelődés tönkretetheti a hagyományos iparágakat.¹ A természeti erőforrás kiaknázásához kapcsolódó iparágak dinamikus fejlődése mellett más iparágak lemaradnak a technológiai fejlődésben, és később, amikor a természeti erőforrást teljesen kiaknázták, esetleg nem tudnak elég gyorsan „felőni” más országok iparágaihoz (*Krugman, 1987*).

A „holland kórt” Hollandián kívül számos más hasonló helyzetbe kerülő országban is megfigyelték, például Oroszországban a kétezres években (olaj- és földgáztermelés hatására, *Oomes–Kalcheva, 2007*), vagy Norvégiában és Nagy-Britanniában 1970 és 1990 között (az Északi-tengerben felfedezett olajlelőhelyek hatására, *Bjornland, 1998*).

A „holland kórral” tehát a nyersanyagjövedelmekkel rendelkező országok küzdhetnek. Számos más ország is döntött azonban úgy, hogy többletjövedelmét nem a nemzetgazdaságba vezeti vissza,² hanem igyekszik rentábilisan befektetni, ennek érdekében szuverén vagyonalapot hoz létre (vagy már meglévő szuverén vagyonalapja rendelkezésére bocsátja a többletjövedelmet).

Bár a 2007-ben kezdődött másodrendű jelzálogpiaci válság, amely áterjedt a pénzügyi szektorra is, rövid időre megrendítette a szuverén vagyonalapok eszközállományának gyarapodását (2002 és 2007 között meghatszorozódott az eszközállományuk), napjainkban ismét dinamikusan növekednek.

A szuverén vagyonalapokkal foglalkozó intézet (Sovereign Wealth Fund Institute) becslése szerint 2013 novemberében összesen mintegy 6020 milliárd dollár a szuverén vagyonalapok eszközállománya. Összehasonlításképpen: ez kevesebb, mint a világ GDP-jének³ tíz százaléka, a tőkepiaci kapitalizáció mértékének pedig 11,026 százaléka (a World Federation

¹ A jelenségre először Hollandiában figyeltek fel, ahol 1959-ben jelentős földgázmezőket fedeztek fel, ez pedig reálárfolyam-felértékelődéshez vezetett. Ennek oka, hogy a külkereskedelmi forgalomba kerülő áruk szektora kettéválk: a gyorsan növekvő (természeti erőforráshoz kapcsolódó) ágazatok elszívják a munkaerőt a lemaradó ágazatoktól (direkt deindusztrializáció). A természeti erőforráshoz kapcsolódó többletjövedelmek elköltése miatt nő a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő áruk iránti kereslet, és a munkaerő iránti kereslet is megemelkedik ebben a szektorban (indirekt deindusztrializáció). A belföldi áruk relatív ára a külkereskedelmi forgalomba kerülő árukhoz képest megemelkedik (*van Wijnbergen, 1984*).

² Ennek oka lehet például a közcélú befektetési programok alacsony hatékonysága, a gazdaság abszorpciók képességének határai, különösen a fejlődő országokban (*Berg et al., 2012*).

³ Lásd: CIA [2013].

of Exchanges, 2012. decemberi adatai alapján). Ezek a számadatok nem feltétlenül tükrözik kiemelkedő világgazdasági szerepet, azonban folyamatosan és dinamikusan növekednek. 2009 júliusában például még a világ GDP-jének 5 százalékát, a tőkepiaci kapitalizáció kilenc százalékát tette ki a szuverén alapok eszközállománya (*Kern, 2009*).

Világgazdaságban betöltött szerepük tehát ugrásszerűen nő, éppen ezért működésükkel, szándékaikkal és átláthatóságukkal kapcsolatban is egyre több kérdés merül fel.

Működésükkel kapcsolatban felmerülő félelmek

A szuverén vagyonalapokkal kapcsolatban megfogalmazott egyik legfontosabb félelem, hogy befektetéseiket nem használják-e majd nemzeti stratégiai célok megvalósítására, esetleg a befektetési célország politikájának befolyásolására. Másként fogalmazva, vajon pénzügyi vagy politikai megfontolások vezérlik-e ezeket az állami tulajdonban lévő alapokat befektetési céljaik megválasztásakor? A válság előtt gyakran hangoztatott kétségek (nemzetbiztonsági kockázatot jelent, ha túl nagy részesedést szereznek bizonyos kulcsfontosságú szektorokban, globális pénzügyi instabilitást okozhatnak, ha hatalmas befektetéseiket hirtelen elmozdítják, ha szavazati többséggel bírnak, szavazhatnak a megszerzett vállalat érdekeivel ellentétesen, a befektető ország érdekeinek megfelelően) azonban egy ideje elülni látszanak, hiszen a válság alatt a vagyonalapokhoz köthető befektetések nagy része stabilizáló jellegű tőkeinjekció volt.

A közvélemény kételyeit akkor lehet a legkönnyebben eloszlatni, ha az alapok eszközállományuk nagyságáról, tervezett stratégiájukról, befektetési céljaikról részletesen, átláthatóan beszámolnak, adataikat hozzáférhetővé teszik, menedzsmentjük elszámoltatható. A fentiekre irányuló gyakorlat az egyes országokban meglehetősen eltérő. A szuverén vagyonalapok mind létrehozásuk célját, mind tevékenységüket tekintve is nagyban különböznek egymástól. Korántsem homogén befektetői csoportról van szó.

Edwin M. Truman, a Peterson Intézet kutatója 2007-ben kidolgozott egy pontozási rendszert, amely a szuverén vagyonalapok „viselkedését” tipizálja átláthatóság és elszámoltathatóság alapján. A pontozás 33 különböző jellegzetességet vizsgál, ezek a tulajdonságok egyenlő súllyal esnek latba, és az eredmények összesítése után egy százpontos skálává alakítja őket a kutató. Minél magasabb pontszámot ér el ezen a skálán egy szuverén vagyonalap, annál transzparensabb és elszámoltathatóbb a tevékenysége. 2007 után 2013-ban megismételte a vizsgálatot, és újabb szuverén alapokat vont be a vizsgálódásba. 2013-ban a legmagasabb pontszámot kapott szuverén vagyonalapok között szerepel Norvégia, Új-Zéland, Chile, USA

(Alaszká) és Írország.⁴ A legalacsonyabb pontszámot Katar, az Egyesült Arab Emírátsok, Angola, Líbia, valamint Egyenlítői Guinea szuverén vagyonalapjai kapták. A pontszámok rendkívül széles skálán mozognak a legmagasabb 98 ponttól (Norvégia) a legalacsonyabb 2 pontig (Egyenlítői Guinea). A vizsgált alapok közül tizenkét alap pontszáma magasabb 80-nál, tizenöté pedig alacsonyabb harmincnál. *Truman* kiemeli, hogy nem azonosítható egy homogén csoport sem (*Truman*, 2008).

Hasonló kezdeményezés a Sovereign Wealth Fund Institute két kutatója, *Carl Linaburg* és *Michael Maduell* kérdőíve. A két kutató a szuverén vagyonalapok transzparenciájára vonatkozó tízpontos skálát dolgozott ki 2008-ban. A tíz, nyilvánosságra hozott adatokat vizsgáló skála minden egyes szempontjának⁵ „teljesítése” egy pontot ér. Ezen a skálán 2013-ban tíz szuverén vagyonalap (többek között Chile, Szingapúr, Norvégia, Új-Zéland) ért el maximális pontszámot (10 pont), és öt vagyonalap (Venezuela, Mauritánia, Kiribati, Brunei, Algéria) minimális pontszámot (1 pont).

Jelenleg ez az említett két módszertan áll rendelkezésre a szuverén vagyonalapok transzparenciájának és elszámoltathatóságának mérésére. Mivel egyre jelentősebb tőkeösszpontosul a szuverén vagyonalapoknál, mind az állampolgárok, mind a nemzetközi közösség nyomást gyakorol az alapokra annak érdekében, hogy egyre több információt hozzanak nyilvánosságra, tevékenységüket szttenderdizálják, tegyék szabályozottabbá, kiszámíthatóbbá.

Az IMF többek között erre az igényre válaszul alapította a szuverén vagyonalapok tevékenységének szabályozásával foglalkozó munkacsoportot (International Working Group of Sovereign Wealth Funds), amely az alapokkal történő egyeztetés eredményeként 2008 októberében hozta nyilvánosságra az Általánosan Elfogadott Elvek, Gyakorlatok Gyűjteményét, vagy más néven a santiagoói elveket. Ezen elvek gyakorlatilag a szuverén vagyonalapok önszabályozásának eszközei.

⁴ A norvég Kormányzati Nyugdíjalap (Government Pension Fund) nemcsak a legtöbb forrással rendelkezik, hanem a legmagasabb pontszámmal is.

⁵ 1. Az alap létrehozásának célja, vagyonának eredete, tulajdonosi szerkezete, 2. független évenkénti jelentést ad ki, 3. a tulajdonolt vállalatokban tulajdonosi részarányt, a vállalatok földrajzi elhelyezkedését nyilvánosságra hozza, 4. teljes portfóliójának értékét, hasznát és a menedzsment juttatásait nyilvánosságra hozza, 5. hivatalos etikai iránymutatást, beruházási stratégiát ad ki, és ahhoz tartja is magát, 6. világos stratégiája és megjelölt céljai vannak, 7. ha léteznek, nyilvánosságra hozza leányvállalatait és elérhetőségüket, 8. megnevezi külsős menedzsereit, 9. van saját weboldala, 10. megadja főhadiszállása címét és elérhetőségét.

A santiagoói elvekben lényegében felhívják a befektetők figyelmét arra, hogy jelentősebb beruházások előtt egyeztessenek a célország kormányával, valamint befektetési terveikről folyamatosan hozzanak nyilvánosságra adatokat. A santiagoói elvek tiszteletben tartása nem kötelező, a szuverén vagyonalapok önkéntes alapon érvényesíthetik azokat. Azok az alapok, amelyek elvileg a santiagoói elvek alapján szervezik működésüket, tagjai a Szuverén Vagyonalapok Nemzetközi Fórumának. (International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF)). A santiagoói elvek elfogadása óta eltelt időszak gyakorlata alapján megállapítható, hogy a tagok meglehetősen szelektíven veszik csak figyelembe a santiagoói elveket. Ennek ellenére az IFSWF tagjai a *Truman*-féle tipizálásban átlagosan valamivel magasabb pontszámot érnek el (65 pont), mint a szervezetén kívül működő szuverén vagyonalapok (42 pont) (*Bagnall–Truman*, 2013).

Azonban maguk a santiagoói elvek sem olyan egyértelműek. Nem fogalmaznak meg világos előírásokat, hogy a szuverén vagyonalapoknak mely információkat kellene nyilvánosságra hozniuk. A santiagoói elvek azt sem szabályozzák, hogy az eszközállományra vonatkozó adatokat közzé kell-e tenni. Az alapok mintegy nyolcvan százaléka mégis megteszi. Az sem magától értetődő, hogy különbséget kell-e tenni a szuverén vagyonalapok rendelkezésére álló eszközök és a hivatalos tartalékok között, a szuverén vagyonalapok mintegy hatvan százaléka megkülönbözteti egymástól a kettőt. A santiagoói elvek nem kötelezik a tagállamokat, hogy hozzák nyilvánosságra befektetéseik adatait (például valuta-összetételét), de az alapok mintegy harmada mégis közöl erre vonatkozó adatokat. A könyvvizsgálat eredményét is az alapok közel fele elérhetővé teszi a közvélemény számára. A santiagoói elvek tehát inkább csak irányadók, semmint konkrét előírást tartalmazó szabályok (*Bagnall–Truman*, 2013).

Szerepük a válság során

A válság egyrészt megváltoztatta a szuverén vagyonalapokkal kapcsolatos percepciókat és félelmeket. Másrészt a szuverén vagyonalapok befektetési stratégiája is megváltozott. Mindkét transzformáció jelentős hatással lehet a világgazdasági folyamatok alakulására, hiszen az alapok tőkevagyonja folyamatosan nő és befektetéseik egyre hangsúlyosabb szerepet töltenek be a nemzetközi tőkeáramlás rendszerében.

A válság rámutatott arra, hogy a szuverén vagyonalapok eszközállományára szükség van, a kormányok gazdasági támogatásért fordultak az alapokhoz. A stabilizációs alapok eszközeit a növekvő fiskális deficit leszorítására használták, vagy gazdaságélénkítő csomagok finanszírozásában vettek részt. Ezek a tevékenységek többnyire a szuverén vagyonalapok alapításkor megjelölt feladatoknak felelnek meg. A válság során azonban számos alap részt vett hazai bankok vagy vállalatok „megmentésében” is. Egyesek eszközeiket segítségképpen

hazai bankokban helyezték el, vagy a bankok rekapitalizációjából vállaltak részt. Bizonyos országokban a szuverén vagyonalapokat a betétesek vagyonának garantálására használták, vagy helyi részvények vásárlására a piacok beindítása és a befektetői bizalom növelése érdekében (*Kunzel et al., 2010*).

Amikor a szuverén alapok eszközeit hazai célokra kell felhasználni, a rendkívül hosszú időhorizonttal dolgozó és csak kis mennyiségben likviddé tehető eszközökkel bíró alapok csak jelentős veszteségek árán tudják kisegíteni kormányaikat. A válság tehát számos alap számára tanulságos lecke volt: portfóliójuk diverzifikációjára sokkal nagyobb hangsúlyt helyeznek. A Korea Investment Corporation (KIC) például új eszközrendszerezést vezetett be 2009 után: az eszközöket aszerint csoportosítják, hogy milyen szerepet játszanak a portfólióban. Vannak növekedési eszközök, stabilizációs eszközök és inflációs fedezeti eszközök. A KIC az új rendszer segítségével végzi portfóliója finomhangolását a válság után (növeli az inflációs fedezeti eszközök arányát és befektetéseit a fejlődő országokban és csökkenti a fejlett országoktól vásárolt államkötvények arányát) (*Chin, 2011*).

A válság során a szuverén vagyonalapok nemcsak a hazai, hanem a nemzetközi gazdaságban is stratégiai befektetéseket hajtottak végre. A pénzügyi válság lehetőség volt abból a szempontból, hogy a szuverén vagyonalapok javítsanak általános megítélésükön. A korábbi félelmekre rációfóva több milliárd dollárt költöttek többek között arra, hogy kimentsék az amerikai pénzpiac egyes óriásait. Azonban a külföldről érkező tőke sem bizonyult elegendőnek a veszteségek elkerülésére. A részvényárak esésével a szuverén vagyonalapok is óriási veszteségeket könyvelhettek el 2007 és 2009 között. 2008-ban egyes vagyonalapok elvesztették teljes portfóliójuk értékének harminc (!) százalékát (*Kunzel et al., 2010*).

A veszteségek komoly vitákat generáltak a forrásországokban, sok esetben az alapok menedzsmentjének leváltásához vagy egyes menedzserek menesztéséhez, a befektetési stratégia újragondolásához vezettek. A norvég szuverén befektetési alap például a válság előtti tíz évben példásan teljesített, 2008-ban azonban részvényportfóliójának értéke több mint 40 százalékkal csökkent. A kormány vizsgálatot indított, amelynek során három felkért független szakértő arra a megállapításra jutott, hogy a menedzsment döntéseit összevetve egy véletlenszerűen megválasztott portfóliócsomaggal, nem mutatkozik jelentősebb eltérés. A menedzsment üzleti sikerrel válaszolt a támadásokra: 2009 első kilenc hónapjában 22 százalékos profitot termelt (*Economist, 2010*).

A válság során a világ legnagyobb pénzügyi vállalataiban, értéktőzsdéiben és iparvállalataiban is jelentős részesedést szereztek a szuverén vagyonalapok. Ennek eredményeképpen bizonyos alapok, amelyek korábban tudatosan távol tartották magukat az

aktívabb fellépéstől és a látható, nagyobb vállalati részesedéstől, most „bevásárolták” magukat olyan csoportokba, mint a UBS, Morgan Stanley vagy a NASDAQ-OMX. Ez azt is jelenti, hogy részesedésük olyan szintet ért el, amikor jóvá kell hagyniuk a menedzsment döntéseit, tehát „kénytelenek” aktívabb részt vállalni a vállalatirányításból (*Balin, 2010*).

A passzivitás azért sem kifizetődő, mert a szuverén vagyonalapokat sok kritika érte a távolmaradásért. Ha egy intézményi befektető teljes egészében távol tartja magát a menedzsment ellenőrzésétől és a vállalatirányítástól, nem tesz eleget a részvényesek iránti kötelezettségének. Különösen égető ez a kérdés válságok idején, amikor a részvényesek többek között a nagyobb kaliberű befektetőktől (is) várják a közreműködést a nehézségek megoldásában (*Houget–Nugee–Rozanov, 2009*).

A szuverén vagyonalapok tehát dönthetnek az aktívabb szerepvállalás mellett (ami azonban óhatatlanul ellenérzést ébreszthet a célországban), amely akkor valószínűbb, ha hosszú távú befektetésről van szó, amelynek „sorsa” felett örködni igyekeznek. Ebben az esetben akár pozitív szerepük is lehet, hiszen egy visszafogottabb befektetési stratégia mellett tehetik le a voksukat, amely ha elég sok vállalatnál megtörténik, akár hozzájárulhat egy stabilabb nemzetközi gazdasági rendszer kialakulásához. Ha a passzív stratégiát választják és rövid távú befektetésként tekintenek részesedésükre, akkor valószínűleg igen kis befolyást gyakorolnak majd a vállalati kultúrára (*Balin, 2010*).

A válság összességében határozottan hozzájárult ahhoz, hogy a szuverén vagyonalapok működésével kapcsolatos kételyeket felemlegető szereplők hangja elhalkuljon és lehetőségük legyen az aktívabb vállalatirányításra. 2007 és 2009 között a szuverén vagyonalapok segítséget nyújtottak többek között (a teljesség igénye nélkül) a Citigroupnak (a Citigroupba 7,5 milliárd dollárnyi befektetést investált az Abu Dhabi Investment Authority, 6,88 milliárd dollárt a Government of Singapore Investment Corporation), a Merrill Lynchnek (4,4 milliárdot kapott a szingapúri Temasek Holdingtól, és további négy milliárd dollárt Kuvaittól és Dél-Koreától), a Morgan Stanleynek (5 milliárd dolláros tőkeinjekciót kapott a China Investment Corporationtól) (SWF Institute, 2008).

A pénzügyi válság során tanúsított viselkedésük alapján a szuverén vagyonalapok ugyanolyannak bizonyultak, mint bármely más racionális, hozammaximalizálásra törekvő pénzügyi szereplő: amikor a részvényárak zuhanni kezdtek, pozitív piaci fordulatban reménykedve növelték befektetéseiket, majd amikor kétségessé vált, hogy a befektetések valaha is megtérülnek, konzervatívabb befektetések felé fordult a figyelmük.

Egyszer sem fordult elő sem a válság során, sem azóta, hogy a szuverén vagyonalapok hirtelen részvényeket vagy piaci részesedést adtak volna el negatív piaci folyamatokat generálva, ahogy attól sokan tartottak a korábbiakban (*Langland, 2009*).

A válság előtt a vagyonalapok bizonyos célzott nyugati befektetésekkel kivívták a nyugati média nemtetszését, és hiába bizonygatták jó szándékukat és semlegességüket, úgy tekintettek rájuk, mint a „barbárokra a kapuk előtt” (*Barbary–Bortolotti, 2012*). 2007-től, amikor már szükség volt az anyagi segítségükre, a kritikai hangok visszaszorultak, és a szuverén vagyonalapok nélkülözhetetlen, „végső mentsvárként” tűntek fel (*Warde, 2008*).

Összefoglalás

A szuverén vagyonalapok pénzügyi válság során betöltött stabilizáló szerepe jelentősen javított megítélésükön. Szerepük, jelentőségük a nemzetközi gazdasági rendszerben a közeljövőben valószínűleg tovább fog nőni. A növekedési előrejelzések 12 és 20 milliárd dollár közé taksálják a szuverén vagyonalapok eszközállományát 2020-ra (*Houget–Nugee–Rozanov, 2009*).

A szuverén vagyonalapok felemelkedése számos előnnyel és hátránnyal jár. A válság során felszínre került egyik legfontosabb előny, hogy jelentős pénzeszközök állnak az alapok rendelkezésére, amelyeket szükség esetén hajlandók befektetni akár válságban lévő pénzintézetekbe is.

Azonban a szuverén vagyonalapok befektetéseinek megítélése ellentmondásos. A 2007 előtti negatív médiavisszhang valamelyest csillapodott a válságban betöltött stabilizáló szerepük hatására. Kérdéses azonban, hogy tartós javulásról vagy csak átmeneti állapotról van-e szó. Ha kevésbé lesz szükség a szuverén vagyonalapok által biztosított tőkére, valószínűleg ismét felerősödnek majd a kritikai hangok. Ez a folyamat akár pénzügyi protekcionizmushoz is vezethet, amely hátrányosan érintené a világgazdaságot (*Hildebrand, 2007*).

Éppen ezért lenne rendkívül fontos, hogy a szuverén vagyonalapok befektetési tevékenységével kapcsolatban világos, minden alapra egyaránt érvényes szabályozás szülessen. A jelenleg érvényben lévő santiagoói elvek valójában csak pontatlan iránymutatást tartalmaznak, és csak azokra az alapokra vonatkoznak, amelyek önként vállalják a kötelezettségeket. Az utóbbi közel öt év gyakorlata alapján megállapíthatjuk, hogy még ez utóbbi csoport tagjai is meglehetősen szelektíven veszik csak figyelembe a santiagoói elveket, az átláthatóság hiánya pedig csökkenti a bizalmat az alapok iránt.

Megállapíthatjuk tehát, hogy a szuverén vagyonalapok növekvő szerepe a világgazdaságban új félelmeket és lehetőségeket teremt. A válság során játszott stabilizáló szerepüknek

köszönhetően megítélésük pozitívan változott, tényerésük azonban további egyeztetéseket tesz szükségessé a világgazdaság zavartalan működése érdekében.

Irodalomjegyzék

Bagnall, Allie E. – Truman, M. [2013]: Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard. Policy Brief, 13–19., Peterson Institute for International Economics. Letölthető: <http://www.piie.com/publications/pb/pb13-19.pdf> Letöltve: 2013. november 6.

Balin, B. J. [2009]: Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis. Szeptember 23. Letölthető: <http://ssrn.com/abstract=1477725> Letöltve: 2013. november 16.

Balin, B. J. [2010]: The impact of the global economic crisis on sovereign wealth funds. *Asian-Pacific Economic Literature*, 24., 1–8. o.

Barbari, Valéry – Bortolotti, Bernardo [2011]: Braving the New World: Sovereign Wealth Fund Investment in the Uncertain Times of 2010. Monitor Company Group, L. P. Letölthető: http://www.monitor.com/Portals/0/MonitorContent/imported/MonitorUnitedStates/Articles/PDFs/BTNW_Final.pdf Letöltve 2012. január 3.

Barbari, Valéry – Bortolotti, Bernardo [2012]: Sovereign Wealth Funds and Political Risk: New Challenges in the Regulation of Foreign Investment. In: Regulation of Foreign Investment: Challenges to International Harmonization (ed.: *Zdenek Drabek – Petros C. Mavroidis*). Publisher, 307–339. o.

Beck, Roland – Fidora, Michael [2008]: The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets. European Central Bank Occasional Paper Series, No. 91., július.

Behrendt, Sven [2011]: Sovereign Wealth Funds in Nondemocratic Countries: Financing Entrenchment or Change? *Journal of International Affairs*, Fall/Winter, Vol. 65., No. 1., 65–78. o.

Berg, Andrew – Portillo, Rafael – Yang, Shu-Chun S. – Zanna, Luis-Felipe [2012]: Public Investment in Resource-Abundant Developing Countries. IMF Working Paper, WP/12/274. Letölthető: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12274.pdf> Letöltve 2013. november 16.

Bjornland, Hilde [1998]: The Economic Effects of North Sea Oil on the Manufacturing Sector. *Scottish Journal of Political Economy*, 553–585. o.

Chin, Young-wook [2011]: Sovereign Wealth Funds in the Post-crisis Era. Korea Capital Market Institute, Vol.3., No.1., 2–5. o.

CIA [2013]: CIA World Factbook 2013. Letölthető: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html> Letöltve: 2013. november 11.

Cognato, Michael H. [2008]: China investment Corporation: Threat or Opportunity? In: Understanding China's New Sovereign Wealth Fund. NBR Analysis, Vol. 19., No. 1., július. Letölthető: <http://www.nbr.org/publications/nbranalysis/pdf/vol19no1.pdf> Letöltve: 2013. november 6.

Dani Ákos–Tőrös Ágnes [2011]: Kínai szuverén alapok: út a tartós fejlődéshez? *Pénzügyi Szemle*, 2. sz., 237–251. o.

De Bellis, Maurizia [2011]: Global Standards for Sovereign Wealth Funds: The Quest for Transparency. *Asian Journal of International Law*, Vol. 1., Issue 02., június, 349–382. o.

Economist [2010]: Passive aggressive. *The Economist*. Letölthető: <http://www.economist.com/node/15453041> Letöltve: 2013. november 14.

Hildebrand, Philipp [2007]: The challenge of sovereign wealth funds. Speech by Mr Philipp Hildebrand, Vice-Chairman of the Governing Board of the Swiss National Bank, at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 18 December 2007. Letölthető: <http://www.bis.org/review/r071219d.pdf> Letöltve: 2013. november 16.

Houget, G. – Nugee, J. – Rozanov, A. [2009]: Sovereign wealth funds: emerging from the financial crisis. *State Street Global Advisors*, Boston.

IMF [2007]: Global Financial Stability Report: Financial Market Turbulence: Causes, Consequences and Policies. International Monetary Fund, Washington, DC., 45 o.

IMF [2008]: Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda. Február 29. Letölthető: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> Letöltve: 2013. november 6.

IWG [2008]: Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices. „Santiago Principles”. International Working Group of Sovereign Wealth Funds, október. Letölthető: <http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm> Letöltve: 2013. november 6., illetve letölthető: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf> Letöltve: 2013. november 6.

Kern, Steffen [2009]: Sovereign wealth funds – state investments during the financial crisis. Deutsche Bank Research, július. Letölthető: http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000244283.PDF Letöltve: 2013. november 11.

Kovács Enikő Ágnes [2010]: Növekvő állami szerepvállalás a világgazdaságban: szuverén vagyonalapok. *Competitio*, 9. évf., 1. sz. 149–166. o.

Krugman, Paul [1987]: The Narrow Moving Band, the Dutch Disease, and the Competitive Consequences of Mrs. Thatcher. *Journal of Development Economics*, 27., 41–55. o.

Kunzel, Peter – Lu, Yinqiu – Petrova, Iva – Pihlman, Jukka [2010]: Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds – A Shifting Paradigm. IMF Working Paper, WP/11/19. Letölthető: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1119.pdf> Letöltve: 2013. november 14.

Langland, Eric [2009]: Misplaced Fears Put to Rest: Financial Crisis Reveals the True Motives of Sovereign Wealth Funds. *Tulane Journal of International Law*, 263–286. o.

OECD [2011]: OECD Investment News, Issue 15., május. Letölthető: <http://www.oecd.org/daf/inv/47557611.pdf> Letöltve: 2013. november 15.

Oomes, Nienke – Kalcheva, Katerina [2007]: Diagnosing Dutch Disease: Does Russia Have the Symptoms? IMF Working Paper, WP/07/102. Letölthető: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07102.pdf> Letöltve: 2013. november 16.

Pistor, Katarina [2009]: Sovereign Wealth Funds, Banks and Governments in the Global Crisis: Towards a New Governance of Global Finance? *European Business Organization Law Review*, Vol. 10., Issue 03., 333–352. o.

Reuters [2008]: China's CIC chief defends investments, Blackstone. Letölthető: <http://www.reuters.com/article/2008/10/26/china-cic-idUSPEK8426920081026> Letöltve: 2013. november 6.

Rose, Paul [2008]: Sovereign wealth funds: Active or passive investors? *Yale Law Journal Pocket Part*, Vol. 118., 104–109. o.

Rozanov, Andrew [2005]: Who Holds the Wealth of Nations? *Central Banking Journal*, Vol. 15., No. 4.

Rozanov, Andrew [2011]: Definitional Challenges of Dealing with Sovereign Wealth Funds. *Asian Journal of International Law*, Vol. 1., Issue 02., 249–265. o.

Scholtes, Saskia – Farrell, Greg [2009]: Temasek Counts Cost of Paper Losses on Merrill Investment. *Financial Times*, január 7. Letölthető: <http://www.ft.com/cms/s/0/3eb38da8-dd25-11dd-a2a9-000077b07658.html#axzz2jr31xEej> Letöltve: 2013. november 6.

SWF Institute [2008]: Subprime Report-Cash Infusion. Sovereign Wealth Fund Institute. Letölthető: <http://www.swfinstitute.org/research/subprimereport.php> Letöltve: 2013. november 6.

The CityUK [2013]: Sovereign wealth funds, 2013. Letölthető: <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/sovereign-wealth-funds-2013/> Letöltve 2013. november 15.

Truman, Edwin M.[2008]: Four myths about sovereign wealth funds. Augusztus 14. Letölthető: <http://www.voxeu.org/article/sovereign-wealth-funds-debunking-four-popular-myths> Letöltve: 2013. november 6.

van Wijnbergen, Sweder [1984]: The 'Dutch Disease': A Disease After All? *The Economic Journal*, Vol. 94., No. 373., március, 41–55. o.

Warde, Ibrahim [2008]: Are they saviours, predators or dupes? *Le Monde Diplomatique*, május 2. Letölthető: <http://mondediplo.com/2008/05/02wealth> Letöltve: 2013. november 14.

Wharton Leadership Center [2010]: The Brave New World of Sovereign Wealth Funds. Letölthető: http://d1c25a6gwz7q5e.cloudfront.net/papers/download/052810_Lauder_Sovereign_Wealth_Fund_report_2010.pdf Letöltve: 2013. november 7.

Winder, Philip B.[2010]: Sovereign wealth funds: Challenges and opportunities. *Middle East Policy*, Vol. 17., Issue 2., Summer, 31–37. o.

World Federation of Exchanges [2012]: Monthly Report. December. Letölthető: <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports> (Letöltve: 2013. január 5.

Sovereign Wealth Fund

ZSUZSANNA BIEDERMANN

The role of sovereign wealth funds on international financial markets is intensifying. Before the crisis, Western media often characterized them as „barbarians at the gate”, referring to widespread fears regarding political implications of their direct investments. However, sovereign wealth funds played a stabilising role during the crisis, often as lenders of last resort, and incurred huge losses. Their high-profile investments of recent years thus reshaped their public image as well as their investment strategies. However, since sovereign wealth funds are not a homogeneous investor group, all have different standards of transparency and accountability. Their own code of conduct, the Santiago Principles (2008) commit the funds to basic principles of good governance and financial disclosure but many are failing to comply fully. Since legal and regulatory environment for SWF activity is uncertain, concerns about politically motivated investments will probably soon resurface and might lead to financial protectionism, endangering global growth and the stability of financial markets.